



Gli articoli monografici rispecchiano le opinioni degli autori e non necessariamente il punto di vista della BRI. Si prega pertanto di attribuire agli autori, e non alla BRI, eventuali riferimenti a tali articoli.

Rassegna trimestrale BRI, dicembre 2016 – briefing stampa

Dichiarazioni on-the-record rilasciate da Claudio Borio, Capo del Dipartimento monetario ed economico, e Hyun Song Shin, Consigliere economico e Capo della Ricerca, il venerdì 9 dicembre 2016.

Claudio Borio

Questo trimestre sembrava calmo, destinato a concludersi come era iniziato. Poi, come già avvenuto in passato, questa quiete è stata interrotta da un evento politico che pareva annunciare un cambiamento di paradigma per i mercati. *Cosa* è successo nei mercati è tanto importante quanto il *perché* è successo. E il “*cosa succederà?*”, con le implicazioni potenzialmente profonde che ne derivano, non è ancora del tutto chiaro.

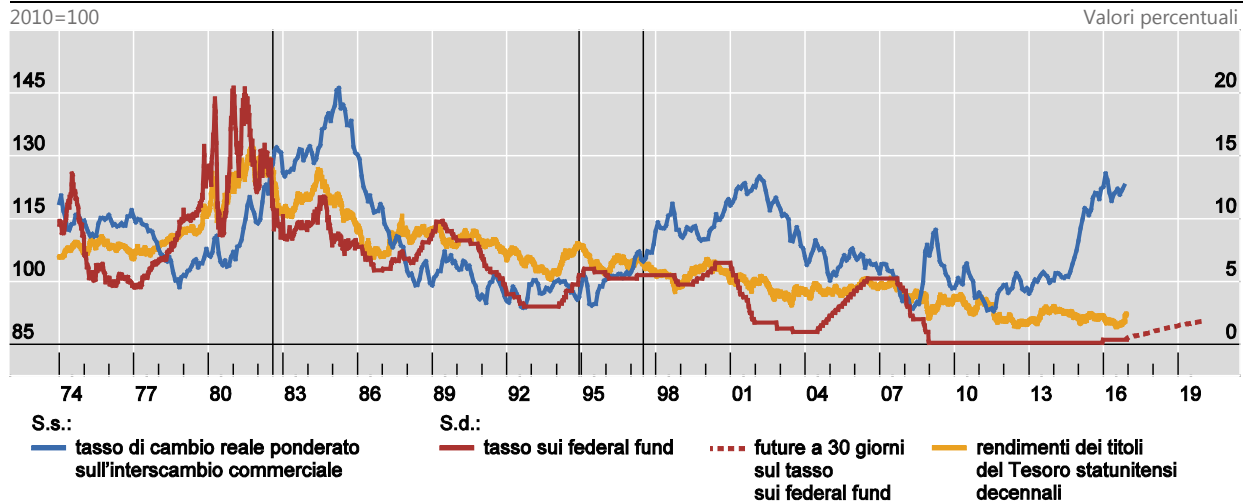
Inizierò dal “cosa”. Ancora una volta, sono stati i risultati inaspettati di un voto elettorale a scatenare tutto: i mercati, di nuovo, sono stati colti alla sprovvista. Si sarebbe tentati di parafrasare Oscar Wilde: sbagliare una volta può essere considerata una sfortuna, sbagliare due volte sembra proprio disattenzione. Come con il voto sulla Brexit, i mercati avevano giocato il tutto per tutto alle elezioni presidenziali statunitensi dell’8 novembre, per poi invece ritrovarsi a dover rimediare alle perdite quando gli eventi si sono svolti molto diversamente da come avevano previsto.

Inizialmente, la direzione dei movimenti del mercato ha riprodotto ciò che era stato osservato durante la campagna, quando le possibilità di vincere dei due candidati aumentavano o si affievolivano. In un paio d’ore, i futures S&P sono crollati del 6%, i rendimenti dei titoli del Tesoro statunitensi decennali sono scesi di quasi 20 punti base, il tasso di cambio del dollaro si è deprezzato del 2% rispetto a un paniere di valute (indice USDX) e il prezzo dell’oro è salito del 5%.

Ma poi c’è stata una rapida svolta della situazione – la sorpresa nella sorpresa. Perché i mercati facessero questa brusca inversione di marcia è bastato il discorso conciliante del nuovo presidente eletto, l’anticipazione di più ampi disavanzi di bilancio legati a sgravi fiscali e di alcuni investimenti infrastrutturali, così come la prospettiva di una regolamentazione meno stringente. Il cambiamento di direzione è stato considerevole. A fine novembre, i mercati azionari statunitensi avevano raggiunto nuovi massimi; i rendimenti dei titoli del Tesoro USA erano aumentati di circa 50 punti base, accelerando il loro ritmo graduale di crescita cominciato a inizio luglio; inoltre, e altrettanto importante, il valore ponderato del dollaro aveva registrato un incremento del 4%, il massimo in 14 anni (cfr. grafico). Di riflesso, il prezzo dell’oro è sceso dell’8%.



Politica monetaria degli USA, rendimenti obbligazionari e il dollaro



Le linee continue verticali indicano la crisi del debito in America latina (1982), la crisi messicana (1994) e la crisi finanziaria asiatica (1997).

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; BRI.

Naturalmente, gli eventi nel mercato finanziario più grande e importante del mondo, regno della moneta dominante a livello internazionale, hanno avuto importanti ripercussioni anche all'infuori di esso. I rendimenti dei titoli di stato di altre giurisdizioni sono aumentati e, nell'area dell'euro, i differenziali si sono ampliati. Le economie emergenti sono state colpite in modo particolarmente negativo, con modalità che ricordano in parte il taper tantrum di metà 2013. Di fatto, i deprezzamenti dei tassi di cambio e i deflusso dai fondi obbligazionari e azionari specializzati sono stati ancora più marcati che in quell'occasione, sebbene la reazione dei mercati azionari e creditizi sia stata molto minore. Il Messico è stato il paese più colpito, a causa della maggior esposizione al rischio del protezionismo commerciale e delle restrizioni in materia di immigrazione da parte degli Stati Uniti.

In mezzo a tutto questo – e questa è una buona notizia – i mercati hanno continuato a funzionare in maniera ordinata nonostante le oscillazioni dei prezzi, come era successo all'epoca del voto sulla Brexit. Ciò permette di guardare in prospettiva un altro evento che aveva già interrotto la quiete dei mercati in questo trimestre: il “crash lampo” della sterlina, il 7 ottobre. In pochi secondi, la moneta aveva perso non meno del 9% rispetto al dollaro nei mercati asiatici illiquidi, per poi recuperare una gran parte di questa flessione. Ciò nonostante, così come era successo per altri movimenti simili precedenti – straordinariamente bruschi ma brevi – dei mercati, anche questo crash ha avuto poche ripercussioni. Non si capiscono completamente le cause di queste inconsuete oscillazioni di prezzo ma è certo che le strategie automatizzate ultra-veloci e di ingenti volumi hanno un ruolo importante – e ci si potrebbe giustamente chiedere quale sia il loro effettivo valore economico. Tuttavia, finché rimangono ordinati e non minacciano il funzionamento dei mercati o la solidità delle istituzioni finanziarie, questi movimenti non sono fonte di gravi preoccupazioni: dobbiamo forse farci l'abitudine. In maniera più generale, la capacità di tenuta dei mercati è il risultato degli sforzi fatti a sostegno del capitale e della liquidità delle istituzioni finanziarie così come di una migliore valutazione del rischio di liquidità: istituzioni più forti permettono una liquidità di mercato più robusta.

Fin qui, mi sono riferito al “cosa”. E che dire riguardo al “perché”? Ciò che è importante sottolineare osservando gli sviluppi di questo trimestre è che, per una volta, le banche centrali sono rimaste in seconda linea. Certo, i mercati finanziari hanno dovuto capire come le banche centrali avrebbero reagito ai sorprendenti sviluppi: si sono confermate le aspettative di un innalzamento del tasso ufficiale da parte della Federal Reserve in dicembre, seguito da ulteriori oscillazioni, se pur storicamente gradualmente. Ciò ha portato a un aggiustamento al rialzo dei tassi



a breve termine stimati nella curva dei rendimenti e alla veloce riduzione del divario tra le aspettative dei mercati e i progetti della Federal Reserve. Ma non sono stati annunci della banca centrale o decisioni di politica monetaria a innescare le evoluzioni del mercato. È come se gli operatori del mercato, per una volta, avessero preso in mano le redini anticipando e delineando il futuro, liberandosi dalla loro dipendenza dalle parole e dalle azioni delle banche centrali. E questo è un segnale positivo.

Ed ecco che arriviamo al “cosa succederà?”. Ci troviamo di fronte a una iperreaione o a un cambiamento di paradigma del mercato? Per ora è difficile dirlo: vi sono troppe incertezze. Ciò che colpisce è che è bastato un evento politico per dissipare, in un colpo solo, l’idea dei mercati secondo cui il futuro sarebbe stato caratterizzato da tassi di interesse persistentemente bassissimi, crescita secolarmente debole e pressioni deflazionistiche. Questi eventi potrebbero rappresentare l’inizio tanto atteso di un processo di normalizzazione rispetto alle condizioni straordinarie post-crisi. Ma non si può ancora saperlo e bisogna essere prudenti. E non sbagliamoci: in una prospettiva a lungo termine, i rendimenti obbligazionari sono ancora insolitamente bassi (cfr. grafico).

Allo stesso tempo, è possibile identificare alcune delle possibili conseguenze che deriverebbero dalla persistenza e dall’intensificarsi dello spostamento verso tassi di interesse più alti, dall’accentuazione della curva dei rendimenti e da un dollaro più forte. È un percorso accidentato. Non potrebbe essere altrimenti considerato il punto di partenza. In generale, le banche e il settore finanziario trarrebbero vantaggio da tassi più alti e da una curva dei rendimenti a maggiore pendenza, malgrado le perdite di capitale nel breve termine. Sarebbe una spinta che favorirebbe il settore bancario in molte economie avanzate, che sta ancora [facendo fatica a superare lo scetticismo dei mercati](#), a generare utili sostenibili e lasciarsi la crisi alle spalle. La forte crescita delle azioni delle banche statunitensi è un segnale rivelatore della percezione di prospettive più favorevoli, sebbene rifletta anche le aspettative di una regolamentazione meno severa nel settore. Allo stesso tempo, le istituzioni finanziarie non statunitensi che fanno affidamento sul finanziamento in dollari dovranno effettuare degli aggiustamenti. E le economie emergenti subiranno probabilmente ulteriore pressione. Tra queste, saranno particolarmente vulnerabili quelle in cui gli squilibri finanziari nazionali accumulati durante i precedenti boom finanziari prolungati coincidono con un onere debitorio in valuta estera più elevato a causa dell’apprezzamento del dollaro e di tassi più alti. Non è detto che tutto questo succederà nell’immediato: gli eventi si sviluppano a un ritmo lento e disomogeneo. E non si sa quale potrebbe essere l’intensità delle tensioni. Ma tutto ciò merita attenta osservazione. A breve, Hyun approfondirà questo punto.

Guardando ancora più avanti, i segni più preoccupanti riguardano il rischio di un maggiore protezionismo. Negli ultimi anni questi segnali si sono fatti sempre più evidenti e le prospettive sono peggiorate a seguito degli avvenimenti politici più recenti. Non ci sarebbero vincitori, solo perdenti. Una crescita mondiale più debole, e probabilmente un’inflazione più elevata, non beneficerebbero nessuno.

Hyun Song Shin

Le economie emergenti (EME) hanno dovuto affrontare le sfide derivanti da un dollaro più forte, dall’incremento dei rendimenti delle obbligazioni delle economie avanzate e dei deflussi di fondi. Come ha fatto notare Claudio, per ora gli effetti sono stati minori rispetto a quelli osservati durante il taper tantrum, ma i recenti sviluppi intervengono a uno stadio più avanzato del ciclo di restrizione della politica monetaria statunitense. E nei prossimi mesi sarà più difficile raggiungere una tregua dalla volatilità derivante da condizioni monetarie più espansive in altre economie avanzate.



Quali sono le implicazioni sulla stabilità finanziaria e sull'economia reale delle EME?

Un segnale positivo è lo spostamento dai prestiti bancari a breve scadenza verso titoli di debito a più lunga scadenza emessi dai debitori delle EME. Certo, nel 2017 le società delle EME dovranno far fronte a circa \$120 miliardi di titoli di debito internazionali in scadenza denominati in dollari USA. Tuttavia, considerata la lunga scadenza degli strumenti, essi rappresentano solo circa il 10% delle consistenze totali in essere. A tale riguardo, i prenditori potrebbero essere meno vulnerabili di fronte a un "arresto improvviso" causato dall'incapacità di rinnovare il debito in scadenza. Ciò detto, proprio a causa di queste scadenze più lunghe è aumentata la sensibilità dei prezzi delle obbligazioni alle variazioni di rendimento. Di conseguenza, i creditori sono più esposti al rischio di mercato. In gergo economico diremmo che per gli investitori il "rischio di duration" è maggiore. Se gli investitori, di fronte all'aumento dei rendimenti, decidessero di vendere e di uscire dal mercato, le turbative di mercato potrebbero intensificarsi.

Più in generale, ciò che succede nei mercati finanziari non sempre poi vi rimane. Le turbative finanziarie possono avere un impatto sull'economia reale. Anche se un paese detiene ingenti riserve valutarie, le società potrebbero ritrovarsi a corto di risorse finanziarie e quindi tagliare gli investimenti e ridurre le operazioni, rallentando le assunzioni e la crescita del prodotto. Ciò compromette l'idea di una crescita più veloce nelle EME, incoraggiando l'uscita degli investitori dal mercato e alimentando così un circolo vizioso. Pertanto, anche le banche centrali con un ampio stock di riserve in valuta estera potrebbero avere delle difficoltà in un'economia reale in fase di rallentamento, se le condizioni finanziarie mondiali dovessero peggiorare.

In che misura il deprezzamento della moneta potrebbe fungere da ammortizzatore? Questa è esattamente la questione sollevata dalla **sezione monografica curata da Jonathan Kearns e Nikhil Patel**. Tradizionalmente si ritiene che, a parità di condizioni, il deprezzamento della moneta generi espansione in quanto è associato a un aumento delle esportazioni nette e del prodotto. Si tratta di quello che a volte viene chiamato "canale commerciale". Tuttavia, se il debito in valuta estera induce un rallentamento della crescita a fronte di un deprezzamento, creando così vulnerabilità, i tassi di cambio operano anche attraverso il canale finanziario.

L'intensità del canale finanziario dipende dalla sensibilità dei bilanci nazionali ai tassi di cambio, mentre la solidità del canale commerciale dipende dalle reazioni del commercio ai tassi di cambio.

Gli autori riscontrano che, per quanto riguarda le EME, il canale finanziario compensa ampiamente il canale commerciale. La compensazione è invece minore per le economie avanzate, dove domina il canale commerciale di tipo tradizionale. Per 13 EME su 22, la somma del tasso di cambio ponderato sul debito estero (DWER) e delle elasticità del NEER è *positiva*, il che significa che un apprezzamento equivalente di entrambe le misure di tassi di cambio sarebbe *espansivo*, contrariamente a quanto generalmente si pensa. Sia il canale commerciale sia quello finanziario sono più preminenti in Asia che in America latina. E il canale finanziario è più forte nelle EME che detengono più debito in valuta estera.

Al di là di questi meccanismi macroeconomici, aspetti strutturali dei mercati dei cambi e dei derivati possono avere implicazioni significative sul funzionamento del mercato e sulla stabilità finanziaria. Questi mercati si sono evoluti rapidamente negli ultimi anni. Gli altri articoli monografici di questa edizione della Rassegna trimestrale BRI forniscono indicazioni per capire come sono cambiati questi mercati, in base all'**ultima Indagine triennale delle banche centrali sull'attività nei mercati dei cambi e dei derivati OTC**. Vi sono tre temi di fondo.

Il primo riguarda i significativi cambiamenti del ruolo e della composizione degli attori dei mercati valutari mondiali, come documenta l'**articolo di Michael Moore, Andreas Schrimpf e Vlad Sushko**.



Hedge fund, utenti finali non finanziari e banche minori sono ora meno presenti sul mercato. Allo stesso tempo, le banche intermediarie hanno apportato aggiustamenti ai loro modelli di business, in vista della loro minore capacità di assumere l'esposizione al rischio e di intraprendere operazioni di proprietary trading. Così facendo, alcune banche intermediarie di alto livello hanno consolidato le loro posizioni in quanto fornitori di liquidità, attraendo ulteriori flussi di clienti, anche da altre banche.

Non si conosce ancora l'impatto che l'evoluzione dei mercati valutari avrà sulla condivisione del rischio. Tuttavia, è una questione di fondamentale importanza. Tutti i principali cambiamenti delle condizioni di liquidità potrebbero avere un impatto sul rischio di mercato e sull'efficacia delle strategie di copertura delle società, degli asset manager e di altri clienti finali del mercato dei cambi.

Il secondo tema è l'evoluzione del ruolo delle monete delle EME. Mentre il turnover dei mercati valutari internazionali è sceso per la prima volta dal 2001, arrivando a \$5 100 miliardi al giorno in aprile 2016, varie valute delle EME, e in particolare il renminbi cinese, sono diventate più forti. Le negoziazioni in renminbi si sono approssimativamente raddoppiate ogni tre anni negli ultimi 15 anni, arrivando a oltre \$200 milioni al giorno, andando a costituire il 4% del turnover mondiale totale.

Allo stesso tempo, gli sviluppi del mercato dei cambi presentano notevoli differenze tra le varie EME. L'**articolo di Robert McCauley e Chang Shu** identifica tre diverse traiettorie intraprese dalle monete delle EME partendo dalla prospettiva del mercato dei non-deliverable forwards (NDF), contratti che permettono la copertura e la speculazione in una valuta senza necessità di fornire o richiedere una liquidazione nella stessa valuta.

Nella prima traiettoria, esemplificata dal won coreano, gli NDF hanno acquisito importanza in un contesto di politica monetaria dominato dalle restrizioni sulla possibilità di consegna offshore. Nella seconda traiettoria, il cui caso esemplare è il rublo liberalizzato, gli NDF hanno mantenuto un ruolo relativamente minore, tra sanzioni finanziarie e incertezza politica. Nella terza traiettoria, che riguarda solo la Cina, la moneta è diventata più internazionale, all'interno di un quadro generale di controllo di capitale. Nel caso del renminbi, i *contratti a termine con possibilità di consegna* (DF) hanno scalzato gli NDF nelle negoziazioni offshore.

L'evoluzione dei mercati dei derivati delle EME è strettamente connessa agli sviluppi del mercato dei cambi, come illustra l'**articolo di Christian Upper e Marcos Valli**. La media giornaliera del turnover del mercato dei cambi e dei derivati su tassi di interesse, misurata nella moneta nazionale, ha registrato un'espansione del 25% tra l'indagine del 2013 e quella del 2016, presentando tuttavia notevoli differenze tra le valute. Il mercato che registra la crescita più significativa e più rapida è quello dei contratti sul tasso di cambio del renminbi e sui tassi di interesse connessi a tale moneta. L'attività è salita del 50% dal 2013 (55% se misurata nella valuta locale) per raggiungere \$150 miliardi al giorno in aprile 2016.

Sebbene questi valori possano sembrare ingenti, sono relativamente modesti se comparati al PIL o alle misure delle esigenze di copertura, approssimate dal commercio e dagli investimenti internazionali. In tutte queste misure, anche le EME con mercati dei derivati relativamente sviluppati e affermati presentano turnover meno elevati della maggior parte delle economie avanzate.

Infine, il terzo tema è la politica monetaria in quanto determinante non solo dei movimenti del mercato dei cambi ma anche di quelli dei mercati dei derivati. Il mercato internazionale dei derivati su tassi di interesse è stato profondamente marcato dalle attività di copertura e di assunzione di posizioni in seguito al cambiamento delle aspettative rispetto alla politica monetaria statunitense, come spiega l'**articolo di Torsten Ehlers e Egemen Eren** sul mercato dei derivati su tassi di interesse. Dal 2013 al 2016 il turnover del mercato dei derivati su tassi di interesse denominati in dollari USA, misurato in termini di valori nozionali, si è quasi duplicato, mentre quello dei contratti denominati in euro si è dimezzato, il che riflette il contesto europeo di tassi d'interesse bassi e stabili. Allo stesso tempo,



l'attività degli swap in dollari USA a scadenza più lunga è rimasta contenuta, rispecchiando la riduzione della domanda di copertura da parte delle government-sponsored enterprises (GSE). Grazie al programma di acquisti di attività finanziarie della Federal Reserve, le GSE detengono meno rischio di duration, il che riduce il loro bisogno di ricorrere alle dinamiche di copertura. Ne consegue che le possibilità di un meccanico rimbalzo dei tassi di interesse a lungo termine diminuiscono.